

みずほマーケット・トピック(2015 年 2 月 17 日)

ユーロ圏 GDP や欧州委員会冬季経済予測を受けて

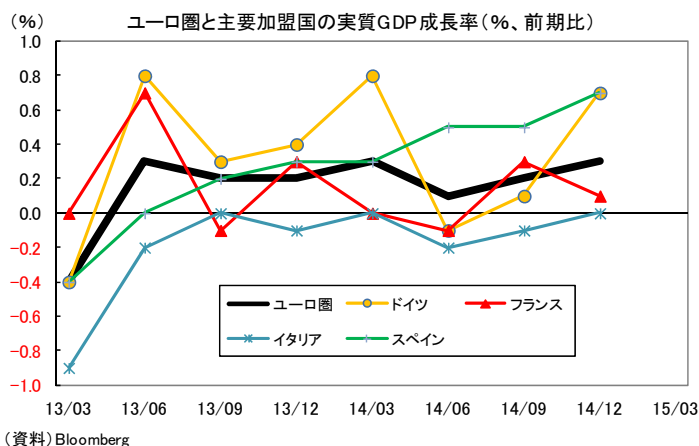
昨日のユーロ圏財務相会合は事前予想通り、ユーロ圏がギリシャの 6 か月程度のつなぎ融資要請(及びこれに付随する既存の第 2 次金融支援破棄)を拒絶し、物別れに終わった。ここもとに至る混乱と今後の展開に関しては、本欄で整理する機会を別途設けたい。ところで政治劇からも目が離せないが、肝心の実体経済の現状はどうなっているのか。先週 13 日には 10～12 月期ユーロ圏 GDP、その前週である 5 日には欧州委員会から冬季経済予測が公表されているので、ユーロ圏経済の現状と展望を確認しておきたい。予測においては、行政府たる欧州委員会の公式見解として財政出動の必要性が提言されており、今般の物価下落が単なる市況要因とは割り切れない見解を示している。2016 年まで見通してもドイツですらデフレギャップは残る見込み。

～ギリシャ問題。ELA 依存までは想定通り～

昨日のユーロ圏財務相会合は事前予想通り、ユーロ圏がギリシャの 6 か月程度のつなぎ融資要請(及びこれに付随する既存の第 2 次金融支援破棄)を拒絶し、物別れに終わった。ここもとに至る混乱と今後の展開に関してはあまりにも状況が混沌としているゆえ、本欄で整理する機会を別途設けたい。だが、「極左政権の誕生→ECB の通常オペ打ち切り→緊急流動性支援(ELA)の申請→ELA の打ち切り有無が焦点に」というパターンは、完全に昨年の本欄 2014 年 12 月 24 日号『2015 年、最初のテーマはギリシャになるか?』で想定した通りの展開である。2012 年のギリシャ問題も 2013 年のキプロス問題も当該国の金融システムが ELA 依存に追い込まれるまでは経験したことがある。問題はここからであり、ELA の打ち切りが経常赤字国たる当該国の通貨ユーロ枯渇懸念に直結し、済し崩し的な新通貨発行、そしてユーロ離脱という展開に至るかどうかわかる。まずは、当座の ELA の処遇が決定する明日 18 日の ECB 定例理事会が注目される。

～GDP:ドイツ以外の大国は冴えず～

ところで政治劇からも目が離せないが、肝心の実体経済の現状はどうなっているのか。先週 13 日には 10～12 月期ユーロ圏 GDP、その前週である 5 日には欧州委員会から冬季経済予測が公表されているので、ユーロ圏経済の現状と展望を確認しておきたい。まず、10～12 月期 GDP は、前期比 0.3%増となり、市場予想の中心(同 0.2%増)を上回った。ドイツが同



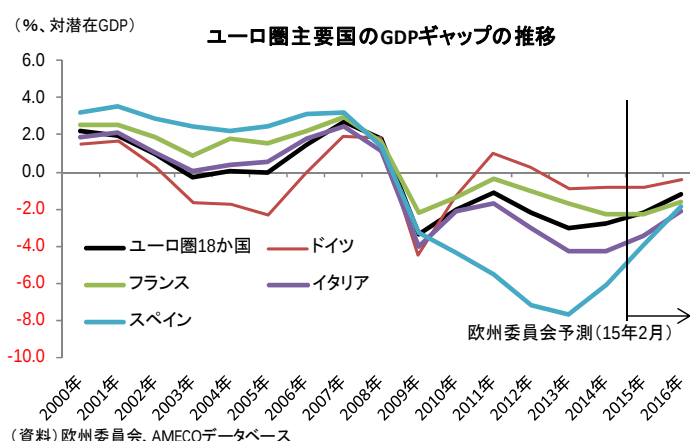
0.1%増から同 0.7%増へ加速したことが寄与した格好だが、その一方でフランスは減速(同 0.3%増→同 0.1%増)し、イタリアも前期の同▲0.1%から横這い(同 0.0%)にとどまるなど、ドイツ以外の大国は精彩を欠く状況である。ユーロ圏全体としては昨年 4～6 月期以降、前期比で 0.1%→0.2%→0.3%と遅々たる歩みながらも加速しているが、それは殆どドイツの歩み(▲0.1%→0.1%→0.7%)に牽引されたものであり、域内の実情はヘッドラインが示すよりも苦しいものと考えられる。

～欧州委冬季経済予測:スラックは解消せず～

こうした GDP 統計とはほぼ時を同じくして発表された欧州委員会冬季経済予測によれば、2015 年及び 2016 年に関し、ユーロ圏の実質 GDP 成長率見通しはそれぞれ+1.3%/+1.9%で、昨年 11 月の秋季経済予測の時点(1.1%/1.7%)から 0.2 ポイントずつ上方修正されている。上方修正の要因としては、原油価格やユーロ相場の下落などが言及されているが、長期的な視点に立った場合の高齢化傾向や生産性低下が投資行動を抑制しているというのが欧州委員会の基本的スタンスである。後述するように、既にユーロ圏における緊縮の峠は越えており、現状のスタンスは中立に戻ってきているが、財政的なサポートが成長を後押しするにあたって十分ではないとの認識を欧州委員会からはっきりと示している。行政府たる欧州委員会の公式見解として財政出動の必要性が言及され始めていることは今後を占う上で重要な兆候と考えたい¹。また、足許の低インフレに関しては実質金利上昇をもたらす動きとして警戒が示されている。

予測の冒頭サマリー部分では、「長期的に見れば、我々は低成長、低投資、低インフレそして国際金融市場における時折の混乱の時代に直面しているのか(In the longer run, are we facing an era of low growth, low investment, low inflation and the occasional storm in global financial markets?)」と自問する文章があつて目を惹いた。過去、欧州委員会はユーロ圏の潜在成長率が半減する

可能性をレポートで指摘したことがあるが、欧州委員会としても低成長・低インフレの現状については、決して原油価格による一過性の動きと見ているわけではなさそうである。図は今回の経済予測を加味した上でのユーロ圏 18 か国並びに 4 大国(ドイツ・フランス・イタリア・スペイン)の GDP ギャップ²である。図示されるように予測期間にかけて急速にギャップが縮小方向に向かう想定になっているが、それでもドイツですらマイナス圏を脱するには至らない。



～懸案の物価に関する見通し～

こうして経済にスラック(弛み)があることが、そもそも物価が上がらないことの原因なのではないかという点は本欄でも繰り返し議論してきたが、欧州委員会としても需要不足がデフインフレの一因で

¹ 冒頭のサマリー部分でも「Public finances would also be much more supportive of long-term growth if expenditure were more focused on investment」と明言されている。

² 「現実の GDP-潜在 GDP」÷潜在 GDP×100 で算出。

あることは認めている(とはいえ、主因は原油価格、食料価格に代表されるグローバルな商品価格下落と指摘されている)。消費者物価指数(HICP)の上昇率に関し、今回の予測では2015年は▲0.1%とマイナスに沈んだ後、2016年は1.3%と急激に回復することが予想されている(図)。2014年対比で見たエネルギー価格の下落が寄与する格好で、2015年は物価下落を余儀なくされるというのが見通しの肝と見受けられる。この点、

欧州委員会は2015年中のGDPギャップの縮小やユーロ安による物価押し上げ効果を認めつつも、基調の押し上げまでには至らないと考えていることが分かる。そもそもコアベースで見たHICPが低迷している中、内需そして賃金動向の低迷にまで至る展開が警戒されており、足許では非エネルギー鉱工業財の価格まで落ち込み始めていることは本欄

2015年2月2日号『ユーロ圏12月消費

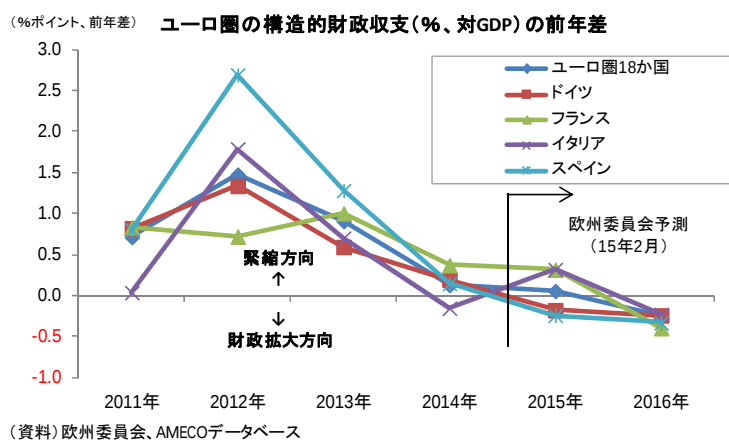
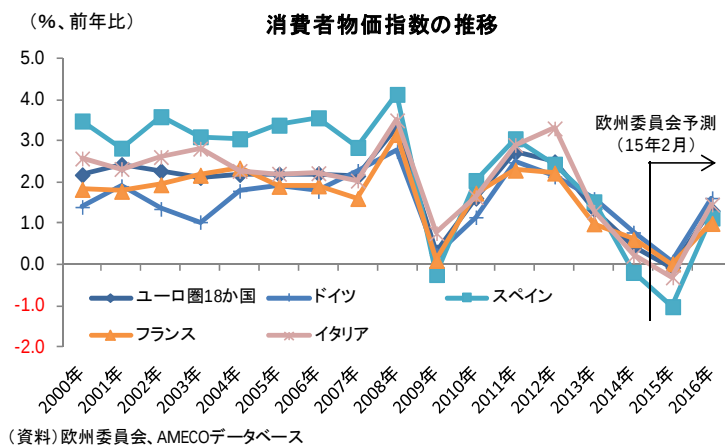
者物価指数(HICP)について』でも指摘した。今回の予測でも既に生産者物価指数(PPI)が深い落ち込みとなっている点を取り上げ、投入価格である素材のコストが落ちていることに加え、需要不足が効いているであろうことが指摘されている。現状、一部の資本財や耐久消費財に関し、物価の戻りが見られることは、生産工程における物価下落が止まる兆候として期待できるが、この動きが継続し、デフレ懸念を断ち切るまでに至るのかは不透明である。

基本的に、今回の予測ではGDPギャップの縮小とユーロ安が相俟ってHICPは戻るはずというのが欧州委員会の見立てだが、そもそもGDPギャップが顕著に改善するほどの景気回復が実現した場合、もはやユーロ安ではなく、経常黒字とデysinフレを素直に反映し、投機のユーロ売りが巻き戻され、ユーロ高になるのではないか。この点、欧州委員会の予測は願望を織り交ぜつつ、若干「良いところ取り」の側面があるように思われる。

～緊縮路線は峠を越えたが・・・～

確かに、ユーロ圏の代名詞とも言える緊縮路線に関し、近年ではその締め付けが和らいでいるのは確かである。ユーロ圏の緊縮トレンドは債務危機のピークであった2011～2012年にかけてかなり強力に行われた経緯があり(図)、2013年も同様の傾向にあった。しかし、昨年2014年は概ねニュートラル(緊縮もしないし、拡大もしない)にシフトし、今回の

予測によれば、今年2015年以降、緊縮路線はさらに和らぐ見通しとなっている。しかし、これまでに行われた緊縮幅に照らせばその動きは限定的と言わざるを得ず、まして財政出動をもって域内経



済を牽引しようという意気込みは全く感じられない。ドラギ総裁率いるECBに加え、欧州委員会までもがこの論点に問題意識を覚え始めている以上、ドイツ以外の加盟国が露骨に財政出動へ舵を切り始める可能性は高いだろう。需要不足に対抗する果敢な財政出動はHICPの押し上げ、ひいてはユーロ圏の日本化傾向を抑止するためにも必要な政策運営と考えられる。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミックスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミックス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本邦の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察